

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: 200215005

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学  
硕 士 学 位 论 文

上市公司违法违规惩戒实效研究

An Empirical Study of the Effect of the Punishment to Illegal  
Behaviors of Listed Companies

黄 爱 民

指导教师姓名: 洪 锡 熙 教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 企业管理(理财学)

论文提交日期: 2 0 0 5 年 5 月

论文答辩时间: 2 0 0 5 年 6 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2 0 0 5 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2005 年 5 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

2005 年 05 月 日

## 内容摘要

证券市场的发展史就是一部与证券市场违法违规现象作斗争的历史。我国自证券市场成立以来，上市公司违法违规现象的普遍性成为我国证券市场的顽疾，如何加强对上市公司违法违规行为的监管成为监管机构乃至学术界普遍关注的话题。

本文以 1993 年至 2003 年间因违法违规行为受到证监会和沪深交易所处罚的上市公司为样本，采用事件研究法研究样本公司在受到处罚前后股票收益率的变化，以研究市场对上市公司违法违规行为受到处罚这一事件的反应；同时，本文也运用主成分分析法来研究上市公司在受到处罚前后经营业绩的变化。

本文共分为四章：

第一章首先介绍了上市公司违法违规的类型和监管机构监管的处罚依据，接着对我国证券市场上市公司违法违规处罚样本进行描述性统计，然后是对上市公司违法违规惩处从有效市场假说、信息不对称和博弈理论论角度寻求经济理论解释，最后是文献综述，介绍了国内学者对该问题的研究。

第二章说明样本来源，样本数据选取及研究方法，对惩处事件按照处罚类别、处罚时间段以及处罚缘由进行分类，并计算超常收益和累计超常收益，进行显著性检验。

第三章阐明财务指标的选择和研究方法，采用主成分分析法计算上市公司受到处罚前后经营业绩的综合得分，并进行比较，得出结论。

第四章总结第二章和第三章的研究结论，提出政策建议，并指出本文的局限性。

**关键词：**违法违规；惩戒实效；信息披露

## Abstract

The history of security market is also the history of struggling with the illegal behaviors in the security market. The phenomenon of the universality of illegal behaviors has been a long-term problem since the setup of the security market. How to handle with this question is also one of the hottest subjects for administration agency and the academia.

The subject of the paper is the listed companies punished by China Securities Regulatory Commission, Shanghai Stock Exchange and Shengzhen Stock Exchange between 1993 and 2003. The research method of the paper is the event study method. The purpose of the paper is to know how the market reacts to the punishment. Meanwhile, the paper also analyzes the performance changes of published companies before and after the punishment using main-content method.

The paper is organized as follows. The first chapter introduces the research from the sample, the traditional explanations to the phenomenon appeared in the sample and the former research in the field. The second chapter mainly focuses on the market reaction of the punishment bulletins. The third chapter analyzes the long-term performance effects of the punishments by analyzing the firm performance. The last chapter concludes the paper, presents the advices and states the limits of the paper.

**Key words:** Illegal behaviors of listed companies; Real effect of punishment; Information disclosure

# 目 录

引 言 .....	1
第一章 概 述 .....	3
一、上市公司违法违规的类型 .....	3
二、上市公司违法违规的处罚依据 .....	6
三、上市公司违法违规处罚样本的描述性统计 .....	11
四、上市公司违法违规惩戒的经济理论分析 .....	14
五、文献综述 .....	20
第二章 上市公司违法违规处罚的市场反应研究 .....	22
一、数据来源 .....	22
二、样本选择 .....	22
三、研究方法 .....	23
四、实证结果与分析 .....	26
第三章 上市公司违法违规处罚的财务效应研究 .....	38
一、财务指标的选择 .....	38
二、研究方法 .....	39
三、实证结果与分析 .....	41
第四章 结论、政策建议与局限性 .....	46
一、主要结论 .....	46
二、政策建议 .....	47
三、局限性 .....	48
参考文献 .....	50
附 录 .....	54
后 记 .....	59



## 引 言

我国证券市场成立十多年时间走过了发达资本主义国家近百年所走过的路程，市场规模正在逐渐扩大。截至 2004 年底，我国境内上市公司的数量增至 1,377 家，境内上市公司市价总值达 37,055.57 亿元，流通市值达 11,688.64 亿元；成立了 A 股和 B 股市场，并建立中小板块市场，证券市场已初具规模，其在市场经济建设资源配置中发挥着越来越重要的作用。

资本市场最基本的功能就是配置社会资源，将社会资源配置到效率最高的企业中去。而资本市场实现有效资源配置的前提就是它必须是公平、公开和公正的“三公”市场。这就需要建立一系列的法律对它进行规范，中国证券市场作为一个新兴的资本市场，它的法律和监管环境不断改善。1994 年 7 月 1 日，《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）正式施行，它是目前规范中国公司行为的基本法，奠定了中国目前公司治理机制的基本构架和内容。1998 年 12 月 29 日颁布的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）则进一步确立了我国证券市场的公开、公平和公正的“三公”原则和保护投资者利益的原则，进一步规范上市公司行为。为适应证券市场发展的要求，国务院及证券监管部门还相应颁布了大量的规范上市公司行为的配套法规以及规范性文件，对证券市场法律形成有益补充，其中包括《股票发行和交易暂行条例》以及沪深证券交易所股票上市规则等，形成维护和规范证券市场运行的法律法规体系。

在证券市场成立初期，发展上市公司数量、扩大证券市场规模曾一度成为我国证券市场管理者的首要任务，由于鱼龙混杂，当时上市公司违法违规现象特别突出。上市公司欺诈上市、内幕交易和信息披露违规行为充斥着我国证券市场，造成我国证券市场剧烈波动，证券市场高度的系统

风险一度打击了投资者的投资理念和投资热情，使投资者遭受重创。“琼民源”、“猴王”、“银广夏”等一系列事件震惊中外，如银广夏 3 年间伪造虚假财务报告，虚增利润达 7.45 亿元，与此同时，其股价也上扬了 10 倍，仅 2000 年的股价就上扬了 4 倍，虚假陈述败露后，其股价连续 15 个跌停板，致使许多投资者损失惨重。直至 2001 年，加强对上市公司的监管，规范上市公司治理水平才被提上日程，当年就有 12 家上市公司因违法违规遭到证监会行政处罚，52 家上市公司受到交易所公开谴责。2001 年被称为我国的上市公司“监管年”，而 2002 年则被称为上市公司“治理年”。

近年来，我国证券监管部门加强了对上市公司上市后的监管，规范上市公司信息披露和公司治理水平，查出了大量的上市公司违法违规行为，并进行了处罚。但证券监管部门监管的实际效果如何，目前争议颇多。当前在社会资源配置方面争议的主要焦点是：在众多的上市公司违法违规行为惩处案件中，惩处是否有效？股价是否显著的受到影响？如果受到影响，影响到底有多大？是否显著地增加了上市公司违规成本？是否显著地增加了证券市场风险？在微观效率方面争议的焦点问题是：违法违规上市公司受到惩处后，公司的投资效率和经营业绩是否显著地提高？公司的财务状况会发生怎样的变化？

由于我国证券市场成立的时间较短，证券市场法制化建设还处于摸索阶段，上市公司监管政策也处于不断调整时期，目前我国对上市公司违法违规惩戒效果的研究还不多，认识也不够透彻。上述种种争议问题，都需要从理论上和经验上对其做出解释，并就相关的监管政策提出对策建议。本文将从这一意义上对我国上市公司违法违规惩戒实效进行实证研究，以期作出客观的评价，并从中发现问题，找出规律，探索成功监管的方式，为证券监管机构更好地规范上市公司行为提供建议，保证证券市场的公平、公正和公开，促使证券市场真正成为资源优化配置的重要场所。



## 第一章 概述

### 一、上市公司违法违规的类型

#### （一）欺诈上市

由于我国股权融资成本低，而且长时间内股票上市和增发的资源是稀缺品，我国企业竞相争取上市和增发资格，有些上市公司在谋求上市的过程中就存在欺诈。按《证券法》规定，发行和上市股票的公司必须具备连续 3 年经营盈利的条件。而一些公司采用不正当的手段粉饰公司经营业绩，虚构利润，编制虚假财务报表以达到发行和上市资格。如红光实业、大庆联谊、蓝田股份等都是采取编制虚假财务报表的不当手段而欺诈上市的。

#### （二）信息披露不规范

我国《证券法》规定，上市公司要定期披露公司的财务报表，并对发生的可能对股票价格产生较大影响、而投资者尚未得知的重大事件进行临时报告，还要求上市公司董事遵守《董事声明与承诺书》，这就是要求信息披露要及时，充分和真实。但公司管理层和控股股东掌握着外界所不知道的公司内部信息，这种信息不对称，使得制度和法律变得形同虚设。

目前，我国上市公司的信息披露存在很多问题，突出表现在以下几个方面：

第一、信息披露不及时。由于经营者和控股股东具有信息优势，广大中小股东往往只能通过公司的公告来判断公司的经营状况，无法及时准确了解有关信息，也就不可能对公司的投资价值作出准确判断。据统计，在上交所受公开谴责的上市公司中有 43% 信息披露不及时，没有及时公布年报或没有及时进行业绩预警；而深交所则为 35%。

第二、信息披露不充分。通常表现为一些上市公司将其不利信息故意隐瞒,从而欺骗或误导投资者入市,这在《证券法》中称为“重大遗漏”。这主要体现在对关联方交易等重大事件信息披露不够充分,尤以控股股东占用上市公司资金、重大担保和诉讼事项为最。这不仅使关联交易成为调节利润的工具,更成为大股东对上市公司掠夺的手段。在 2001 年至 2004 年期间,受上交所和深交所公开谴责的公司中分别有 38 家和 46 家上市公司没有披露重大关联交易、控股股东占用上市公司资金、重大担保和诉讼事项,分别占到受公开谴责上市公司的 50%和 51%。

第三、信息披露不真实。公司为了达到上市资格或者上市公司为了不退市或增发融资的目的,往往操纵利润,粉饰财务报表。大量微利公司的出现,大量公司 ROE 的 10%和 6%效应正是上市公司财务报表操纵的直接体现。在 2001 年至 2004 年期间,受上交所和深交所公开谴责的公司中分别有 15 家和 17 家上市公司发布虚假公告或编制虚假的财务报表,分别占到受公开谴责上市公司的 19.7%和 18.7%。

### **(三) 控股股东随意占用上市公司资源,利用关联交易“掏空”上市公司**

#### **第一、控股股东非法占用上市公司资金**

控股股东非法占用上市公司资金的手段有无偿占用上市公司资金,拖欠往来帐款,直接借款等等。上市公司通过融资得到的资金被控股股东无偿或低成本长期占用,许多上市公司还因此连流动资金都发生短缺,正常生产经营受到严重影响,导致财务状况恶化。如 2001 年,中国证监会向媒体通报三九医药控股股东及关联方占用上市公司资金超过 25 亿元,占公司净资产的 96%,严重侵犯了中小投资者利益,并直接威胁到上市公司财产安全。这一信息的披露引发了上市公司普遍的信任危机。

### 第二、通过关联交易将上市公司资产或利润转移

相当部分上市公司的控股股东通过不公平的关联交易，将上市公司的资产或利润转移至母公司或其控制的关联企业，如低价向上市公司收购产品再以市场价出售获取差价收益，向上市公司高价提供原材料，无偿或低于正常利率占用上市公司资金，向上市公司高价转让低质量资产或无形资产等，而往往很多上市公司的关联交易没有履行法定程序，更没有对外披露。不公平的关联交易实际上削弱了上市公司的营运能力、盈利能力和偿债能力。如粤宏远、万家乐等上市公司巨资受让控股股东无形资产事件在市场上引起了极大反响和高度关注。

### 第三、控股股东利用和透支上市公司信用

许多控股股东利用上市公司资产或信用作担保从银行大量贷款。2001 年有超过 130 家上市公司发布担保事项公告，担保总额高达 230 多亿元，其中至少有一半上市公司的担保金额超过其净资产的 20%。上市公司相互担保、或为控股股东及关联公司担保，控股股东获得大量贷款，形成恶意融资行为。随着相关公司经营业绩下降，上市公司形成大量的坏帐，营运能力严重下滑，并最终导致银行产生巨额不良资产。

### （四）随意变更上市公司募集资金投向

企业发行上市或再融资都必须有明确的募集资金投向。在我国，这些投资项目往往都是管理层编造的美丽的故事，旨在抓住市场的偏好和热点，于是产生了中国独具特色的“概念股”。当市场追捧网络的时候，投资项目就一定要触网；当市场看好高科技的时候，投资项目一定要带纳米技术、生物芯片或转基因等概念。当资金筹集到手后，往往通过“严密”“科学”的可行性论证，借口市场发生变化或政策发生变化或有更好投资方向而停止预定的项目，随意变更募集资金的投向。据统计，2000 年，

沪深两市有 156 家上市公司变更募集资金投向，2001 年则达到 256 家。2002 年，募资投向发生变更的上市公司数有所下降，但也达到 162 家。2003 年和 2004 年由于监管的加强，上市公司随意变更募集资金投向的状况有所减少。变更用途的募集资金，要么处于闲置状态，造成资金使用效率低下；要么被控股股东转走用作它途，甚至有众多的企业动用大笔资金委托理财。

### **（五）股价操纵**

上市公司管理层掌握着公司经营状况的内幕消息，对股价的涨与跌容易实施操纵，其基本做法主要为两大类：一种是上市公司自己坐庄，在多个营业部开立若干帐户，进行自买自卖，炒作股票，从中渔利；另一种是上市公司配合机构联合坐庄，公司管理层为机构提供内幕消息，从而拉升股价，双方获利。我国最典型的股价操纵事件就是中科创业案和亿安科技案，中科创业曾于 1998 年至 2001 年间从 10 多元炒到了 80 多元，而后连续 9 个跌停板，跌至 30 多元，给投资者造成巨大的损失。

## **二、上市公司违法违规的处罚依据**

### **（一）证券监管机构处罚职能的演变**

1990 年 12 月我国上海证券交易所和深圳证券交易所的成立，标志着我国证券市场的诞生。1992 年 10 月，作为我国证券市场监管机构的国务院证券管理委员会（SCSC，简称证券委）和中国证券监督管理委员会（SCRC，简称证监会）相继成立。1993 年 4 月，国务院颁布了《股票发行与交易管理暂行条例》，这是我国股票市场第一部比较完整的成文的“游戏规则”。该条例规定，国务院证券委是全国证券市场的主管机构，依法对全国证券市场统一管理，但不从事具体的证券处罚监管业务，中国证监

会是证券委的具体执行机构，依法对证券发行与交易的具体活动进行管理与监督。根据证券委的授权，证监会有权依照该条例对上市公司以及董事的违法违规行为进行处罚。1996 年 3 月，根据证监会的授权，省、自治区、直辖市、计划单列市和部分省会城市证券监管部门能够行使部分监管职权，其中包括负责查处本行政区域内的有关证券的违法违规行为，但涉及金额巨大的或者需处以较高罚款的仍由证监会查处。1996 年 8 月，国务院证券委发布《证券交易所管理办法》，明确证券交易所由证监会统一管理，从而突出了证监会在证券交易管理中的主导地位。1998 年 4 月，根据国务院机构改革方案，证券委撤销，其相应职能并入证监会。1998 年下半年，国务院正式批准证监会统一管理全国证券市场，地方证券监管部门也改由证监会直接领导，成为证监会的派出机构。1998 年底，我国正式出台了《证券法》，该法对证券监管机构的权限作出了明确的规定，规定了证监会对上市公司及其董事予以处罚的权限，从而正式从法律上确认了证监会的监管处罚职能。2000 年，上海和深圳交易所陆续出台了《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》，该规则也明确规定了证券交易所对上市公司及其董事的处罚权限。至此，我国证券市场违法违规监管体制才得以理顺。

### **（二）上市公司监管模式**

各国证券市场监管模式有着显著的差异，概括起来，主要有三种类型：一是集中监管模式，即由政府制定专门的市场监督管理法规和设立统一的全国市场监管机构，美国、日本、韩国属于这一类型；二是自律监管模式，即证券市场的监管主要依靠证券交易所、证券业协会等自律组织进行管理，国家不设单独的证券法规，而是由相关的制度来约束市场行为，新加坡、马来西亚等国家基本采取这一模式；三是综合监管模式，它吸收了前两种

监管模式的优点，既强调理性监管又突出自律性，德国采用这一模式。

目前，我国上市公司监管实行的是集中统一的监管体系，即以政府监管为主导，集中监管和市场自律监管相结合的、多层次的市场监管框架。我国证券市场的监管机构可以分为三个层次：第一个层次是证券委及其执行机构——证监会，依法对全国证券市场实行集中统一监督管理，对各地派出机构、证券交易所和证券业协会的监管进行领导和业务指导。第二个层次是证券交易所及证券业协会<sup>1</sup>，证券交易所作为证券市场的组织者，是在中国证监会的直接领导下，按照相关法规和证监会的授权对证券市场实施一线监管，证券业协会则实行行业自律。第三个层次是社会性监督组织，包括注册会计师及会计师事务所、律师及律师事务所、投资者协会以及新闻媒体，他们对上市公司的行为实行市场监督，但对上市公司的违法违规行爲不能够实施处罚，只能够在信息披露方面对上市公司的违规行为实施干预，监管比较间接，监管力度相应较弱。

### （三）上市公司违法违规的处罚依据

1998年以前，我国证券市场的监管是通过一系列的行政法规，包括全国性的行政法规和地方性法规进行的。1998年《中华人民共和国证券法》由全国人民代表大会通过，这标志着我国证券市场依法治市进入一个崭新的阶段（杨华，2004）。当前规范我国上市公司行为的法律体系包括基本法律、行政法规、部门规章和自律规则等四个层次：第一层次基本法律是全国人大或常务委员会制定的一般性法律，主要包括《公司法》、《证券法》和《中华人民共和国刑法》（下称刑法）等，形成我国证券市场上市公司监管的法律基础；第二层次是国务院制定的行政法规，主要指1993年颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》等；第三个层次为部门规章及规范性

---

<sup>1</sup>上海证券交易所和深圳证券交易所成立于1990年12月，中国证券业协会成立于1991年8月28日。

文件，主要指中国证监会制定的规范上市公司信息披露行为的各项制度，包括：《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则》、《公开发行证券的公司信息披露规范问答》、《关于加强对上市公司临时报告审查的通知》、《关于上市公司发布澄清公告若干问题的通知》、《上市公司股东大会规范意见》、《前次募集资金使用情况专项报告指引》等，第四层次为自律性规则，主要是指证券交易所制定的《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》（下称上市规则）以及行业协会制订的业务规则。

**表1-1 规范我国上市公司行为的现行法律体系**

制度层次	内容
基本法律	《公司法》、《证券法》、《刑法》
行政法规	《股票发行与交易管理暂行条例》、《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》、《可转换债券管理暂行办法》等
部门规章及规范性文件	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则》、《公开发行证券的公司信息披露规范问答》、《公开发行证券的公司信息披露实施细则》、《前次募集资金使用情况专项报告指引》、《上市公司股东大会规范意见》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《证券市场禁入暂行规定》、《关于加强对上市公司临时报告审查的通知》等
自律性规则	《上海证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所股票上市规则》

资料来源：蒋顺才等，上市公司信息披露，清华大学出版社

在一般性法律的层次上，《刑法》、《公司法》和《证券法》所规定的内容都有所侧重。《公司法》颁布于1993年，并于1999年和2004年进行过两次修正。该法规范所有公司制企业法人的经营行为，包括对上市公司

注册、上市筹资和上市公司信息披露方面进行了规范，并对上市公司的违法行为根据情节轻重规定了包括责令改正、罚款、行政处分以及追究刑事责任等多种处罚措施。《证券法》于 1998 年通过，1999 年 7 月实施，该法是全面规范上市公司行为的成文法律。自该法实施以后，对证券市场违法违规行为的处罚才有了法律依据，该法对上市公司欺诈上市、虚假陈述、价格操纵和内幕交易等方面行为根据情节轻重分别规定了处以责令改正、没收违法所得、罚款处罚，对上市公司主要责任人处以警告、罚款、行政处分和追究刑事责任的处罚。《刑法》颁布于 1979 年，由于前两款法律均提到对违法责任人追究刑事责任，因此，1999 年 12 月对《刑法》也进行了修正，增加了有关证券市场违法行为的处罚规定。该法对上市公司欺诈上市、虚假陈述、价格操纵和内幕交易的行为根据情节轻重对违法违规行为责任人处以罚款、有期徒刑或者拘役惩罚（有关《公司法》、《证券法》和《刑法》对上市公司违法行为的规定详见附录表 1、表 2 和表 3）。

在行政法规层次上，《股票发行与交易管理暂行条例》是规范上市公司行为较为详细的主要法规。该条例对股票的发行、交易、上市公司的收购以及信息披露等方面进行了比较全面的规范，并确立了证监会对上市公司违法违规行为的调查和处罚权力。

在部门规章和规范性文件层次，1993 年 6 月证监会颁布了《公开发行股票公司信息披露实施细则（试行）》，对上市公司的招股说明书和上市公告书、定期报告以及临时报告的披露做了一定的规定。但在随后的几年里，我国证券市场上市公司财务作假事件时有发生，信息披露不规范成为证券市场普遍的现象。2000 年，证监会相继颁布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则》和《公开发行证券的公司信息披露规范问答》等一系列规范性文件，对上市公司信息披露做了比较全面的规范。



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库